



## ADOPTAREA EURO ÎN ROMÂNIA: O EVALUARE A CURSULUI DE SCHIMB

---

---

dr. Floarea IORDACHE \*

### Rezumat

Perioada 2000-2006 a fost una hotărâtoare pentru pregătirea României în vederea aderării la Uniunea Europeană (UE).

După intrarea în UE urmează o nouă perioadă care este hotărâtoare pentru evoluția economiei naționale în drumul spre adoptarea euro.

În conformitate cu Tratatul de la Maastricht, un stat membru al UE beneficiază de derogare temporară în ceea ce privește adoptarea euro. Dar, are obligația de a se pregăti pentru intrarea în mecanismul european al ratelor de schimb ERM II, unde va sta o perioadă de cel puțin doi ani, după care va putea adopta moneda unică.

În vederea pregătirii pentru adoptarea euro, politicile economice și monetare trebuie să evolueze către îndeplinirea sustenabilă a criteriilor de convergență de la Maastricht. O atenție importantă va fi acordată și convergenței reale care însă nu este prevăzută în Tratatul de la Maastricht, ca obligație.

Unul dintre indicatorii de convergență nominală se referă la *stabilitatea cursului de schimb* în sensul menținerii acestuia, în timpul celor doi ani care preced evaluarea criteriilor în vederea trecerii la moneda unică, în marjele de fluctuație convenite prin mecanismul ratelor de schimb (ERM) fără a proceda la deprecierea monedei față de celelalte monede ale statelor membre.

Asupra procesului de adoptare a monedei euro, un impact deosebit de important îl are politica monetară și a cursului de schimb. Trebuie precizat că din momentul aderării la UEM se renunță la independența politicii

---

\* Cercetător științific III, Centrul de Cercetări Financiare și Monetare - "Victor Slăvescu" ACADEMIA ROMÂNĂ.

monetare și, implicit, la mecanismul cursului de schimb ca mijloc de ajustare a dezechilibrelor economice.

#### **Abstract**

The period 2000-2008 was decisive for the preparation of Romania in view of accession to the European Union (EU).

After EU accession, a new period follows which is decisive for the evolution of the national economy on its way towards adopting the euro.

According to the Maastricht Treaty, a EU member state benefits of temporary derogation for the adoption of euro, but it has to prepare to join the exchange rate mechanism ERM II, where it will spend at least 2 years before adopting the single currency.

In preparation for the adoption of euro, the economic and monetary policies will have to evolve towards the sustainable fulfilment of the convergence criteria from the Maastricht Treaty. Important attention will be paid to the real convergence which, however, is not stipulated in the Maastricht Treaty as obligation.

One of the indicators of nominal convergence refers to the *exchange rate stability* meaning to keep it stable, during the two years preceding the evaluation of criteria for euro adoption, within the fluctuation margins accepted by the exchange rate mechanism without depreciating the national currency compared to the currency of other member states.

A particularly important impact on the adoption of euro is played by the monetary policy and by the exchange rate policy. Once a member state joins the EMU, it waives the independence of the monetary policy and, implicitly, the exchange rate mechanism as means of adjusting the economic imbalances.

**Cuvinte cheie:** curs de schimb, paritate centrală, euro

**Cod JEL:** E 52

#### **Aspecte privind criteriul nominal de convergență- stabilitatea ratei de schimb**

Precondițiile explicite ale integrării în Eurosistem se referă la îndeplinirea criteriilor de convergență nominală iar cele implicite sunt cantitative - progrese în planul convergenței reale - și calitative, acestea referindu-se la crearea unui cadru instituțional întemeiat pe independență, transparență și responsabilitate.

Criteriul de convergență nominală referitor la stabilitatea ratei de schimb are semnificații legate de implicațiile devalorizării monedei. Astfel, demonstrează capacitatea statului, în cazul nostru, statul român, de a gestiona economia fără a apela la devalorizarea monedei ca instrument de ajustare.

De asemenea, prin acest criteriu este redusă posibilitatea ca o țară să intre în UEM cu monedă depreciată, adică cu avantaje din punct de vedere al competitivității.

O altă semnificație se referă la faptul că imposibilitatea devalorizării forțează statul în cauză să controleze inflația pentru a-și menține competitivitatea.

Regimul cursului orientat către euro va fi în concordanță cu integrarea economică și financiară cu zona euro, fiind necesară menținerea competitivității externe și creșterea de productivitate peste media UE.

Se mai impune precizarea că în momentul semnării Tratatului de la Maastricht, marjele de fluctuație ale cursului erau de +/- 2,25%, pentru ca ulterior să fie modificate la  $\pm 15\%$ . Rapoartele de convergență ale Comisiei și ale BCE analizează stabilitatea ratei de schimb în marja îngustă.

Așadar, în ultimii doi ani premergători examinării, marjele de fluctuație ale cursului trebuie să corespundă marjelor stabilite prin SME.

### **Paritatea centrală a monedei naționale**

Momentul adoptării euro de către România depinde de particularitățile românești. Adoptarea monedei unice aduce atât beneficii cât și costuri. Printre beneficiile adoptării euro amintim: reducerea riscului macroeconomic, integrarea piețelor financiare, eliminarea costurilor de tranzacționare și eliminarea riscului valutar, care, mai departe, contribuie la dezvoltarea comerțului exterior, cu posibilitatea creșterii investițiilor, la creșterea productivității factorilor de producție, deci, la îndeplinirea convergenței reale. Investițiile vor crește și ca urmare a integrării piețelor financiare și a reducerii dobânzilor datorită eliminării riscului valutar.

Costurile adoptării euro se vor vedea, printre altele, în: pierderea independenței politicii monetare ceea ce va duce la o volatilitate macroeconomică (șomaj, PIB) în contextul șocurilor asimetrice, flexibilității reduse a pieței muncii, gradului insuficient de integrare financiară și comercială cu zona euro; deschiderea totală la

concurență din cadrul UE; grăbirea convergenței nominale și reale care va duce la alinierea prețurilor la nivelurile europene.

Înainte de adoptarea euro România trebuie să participe la ERM2, iar momentul solicitării de a participa la acest sistem aparține exclusiv României și a fost fixat, în principiu, pentru 2010-2012.

O intrare prematură ar putea prelungi perioada de așteptare, dar amânarea excesivă ar putea slăbi motivația pentru un ritm susținut al reformelor.

Intrarea monedei naționale în acest mecanism se face în baza unui acord al BNR cu BCE și pe baza respectării Rezoluției Consiliului European.

Rolul ERM2 este dublu.

În primul rând se testează paritatea centrală a monedei naționale. În acest test moneda națională a unui stat poate să fluctueze într-un interval îngust, în jurul unei rate de paritate fixă. Astfel, Slovacia, care a adoptat moneda euro la 1 ianuarie 2009, a restrâns în iulie 2008 rata centrală de paritate a coroanei în cadrul ERM2, în special pentru a reduce inflația.

De asemenea, rolul ERM2 este de a orienta așteptările pieței în vederea minimizării riscurilor și vulnerabilităților. Aceasta se realizează printr-un cadru de politică monetară credibilă și sustenabilă.

Atât stabilirea momentului intrării în ERM2 cât și stabilirea parității centrale se face ținând seama de îndeplinirea criteriilor obținute în îngustarea decalajelor din economia reală și de atingerea unui raport favorabil cost-beneficii.

Stabilirea parității centrale a cursului de schimb este deosebit de importantă. Evaluarea corectă a factorilor ce influențează valoarea de echilibru a monedei naționale determină ca și paritatea centrală a cursului de schimb să devină rata de conversie finală a monedei naționale în euro.

Stabilirea parității centrale a monedei naționale este un proces tehnic intern. Totodată, se încheie acorduri cu BCE, țările care participă deja la ERM2 și cu celelalte țări din zona euro. Toate aceste părți implicate prin acorduri, atunci când este cazul de a evita presiuni speculative, au dreptul să solicite aplicarea procedurilor de realiniere a parității centrale.

În anul 2008 pentru România nu a fost definită o paritate centrală în raport cu care să poată fi apreciată încadrarea fluctuațiilor cursului

de schimb într-o bandă de  $\pm 15\%$ , și aceasta ca urmare a estimării că intrarea în ERM2 nu va avea loc mai devreme de 2012.

În conformitate cu Raportul de Convergență din luna mai 2008 publicat de BCE, în care se analizează evoluția economiei României pentru prima dată, fluctuațiile cursului RON/EUR s-au încadrat între 10,8% (apreciere) și 9,6% (depreciere), valoarea de referință utilizată fiind media lunii aprilie 2006.

### **Regimul cursului de schimb înainte de intrarea în ERM2**

Participarea la ERM2 presupune legarea monedei naționale de euro și angajamentul de a menține evoluția cursului de schimb într-o anumită bandă de fluctuație.

Momentul intrării în ERM2 ca și durata participării la acest mecanism reprezintă două decizii extrem de importante pentru România.

În perioada de cel puțin doi ani de rămânere în acest mecanism, moneda națională va trebui să aibă un grad ridicat de stabilitate în raport cu euro.

Stabilitatea cursului de schimb depinde de îndeplinirea criteriului privind rata inflației. O apreciere în termeni reali a cursului de schimb ajută, în general, procesul de dezinflație.

Până la intrarea în ERM2, perioadă intermediară a integrării monetare, politica de curs de schimb va fi tratată, în conformitate cu Tratatul de la Maastricht, ca o politică de interes comun a României și statele membre UE. Conform legii privind Statutul BNR, problema cursului de schimb se află printre obiectivele exprese pe care le urmărește autoritatea monetară.

Până cel puțin în 2012, BNR va menține politica cursului de schimb subordonată obiectivului său fundamental, cel de țintire a inflației. BNR trebuie, deci, să continue procesul de dezinflație fără a forța convergența nominală.

Atât timp cât leul nu participă la ERM2 evaluarea criteriului referitor la stabilitatea cursului de schimb nu poate fi realizată cu acuratețe.

Până la intrarea în ERM2 referitor la politica cursului de schimb se pot identifica două coordonate principale:

- accentuarea flexibilității cursului, în contextul menținerii regimului de flotare administrată;
- coexistența tendinței de apreciere, în termeni reali, cu variabilitatea, pe termen scurt, a cotațiilor.

Prin acest regim se asigură un grad ridicat de independență a politicii monetare, a cărei eficacitate, în controlul inflației, va crește.

De asemenea regimul cursului de schimb flotant administrat este în concordanță cu alegerea inflației ca ancoră nominală. Acest sistem permite un răspuns flexibil la șocurile neprevăzute ce pot interveni.

Odată cu strategia de țintire directă a inflației, BNR a trecut la un regim de flotare cvasi-liberă.

În ceea ce privește aprecierea progresivă a leului pentru perioada următoare, această ajustare va contribui la procesul de susținere a convergenței reale și nominale a economiei românești.

Potrivit problemei „imposibilei trinități” (cazul României) nu pot exista simultan o politică monetară independentă, un curs fix și o mișcare liberă a fluxurilor de capital. Așadar, în România, în perioada actuală există politică monetară independentă, o liberalizare deplină a fluxurilor de capital și un curs flexibil.

Flexibilitatea cursului de schimb va permite BNR să asigure stabilitatea prețurilor interne prin creșterea eficacității politicii monetare.

Pentru creșterea flexibilității cursului de schimb este importantă neintervenția BNR pe piața valutară.

Intervențiile valutare ale BNR sunt permise dar ele trebuie subordonate obiectivului de inflație. BNR își rezervă dreptul de a interveni, dacă va considera că nivelul cursului de schimb se abate periculos de mult de la nivelul justificat de factorii fundamentali, intrinseci economiei naționale.

Până în prezent, BNR a avut intervenții indirecte (care sunt considerate periculoase) dar și directe pe piața valutară.

Intervențiile BNR asupra cursului de schimb, spre exemplu, în 2007, au vizat frânarea aprecierii spectaculoase a leului dar și stimularea fenomenului de corecție.

În ultimii aproximativ 3 ani, aprecierea leului a afectat foarte mult competitivitatea industriei cauzând încetinirea economiei.

Considerăm că intervențiile realizate de BNR pe piața valutară trebuie să fie selective, să aibă loc doar atunci când există riscul unor puternice atacuri speculative.

Până la intrarea în ERM2 cursul de schimb al monedei naționale va continua să fie determinat de raportul cerere-ofertă de pe piața valutară, cu precizarea că strategia de țintire directă a inflației este compatibilă cu flotarea controlată și /sau cu intervențiile BNR pe piață.

În anii 2005-2006 evoluția cursului de schimb leu-euro din punct de vedere tehnic, a îndeplinit exigențele criteriilor de la Maastricht, considerând că banda tolerată pentru apreciere este de 15% iar cea de depreciere de numai 2,25%.

Astfel, în anul 2005, variația medie a fost de + 11,9% (apreciere), iar în 2006 de +2,8% (apreciere).

În anii anteriori, având în vedere, printre altele, modificarea radicală a cadrului de operare a politicii monetare – trecerea de la țintirea agregatelor monetare la țintirea inflației, permisiunea acordată nerezidenților de a deschide conturi bancare în lei, la băncile rezidente, începând cu aprilie 2005, în cadrul liberalizării graduale a contului de capital, precum și devenirea euro valută de referință implicit pentru cursul de schimb, începând cu 2005 nu s-a putut urmări corespunzător o îndeplinire a criteriilor de la Maastricht.

În anul 2006, când aprecierea nominală a fost de 2,8% s-a putut constata o anumită stabilizare a cursului leu-euro.

La începutul anului 2007 aprecierea leului a ajutat la menținerea inflației în marjele propuse de BNR. Se cunoștea că leul era umflat artificial nu prin performanțele economiei. Riscul de volatilitate a cursului de schimb al monedei naționale a fost ridicat în acest an. Politica de venituri „nesustenabilă pe termen lung” și necorelată cu creșterea de productivitate a muncii a influențat cursul valutar care a necesitat o corecție începând cu iulie 2007.

Alt factor care a influențat cursul de schimb a fost percepția bună a investitorilor străini față de România, comparativ cu alte state din regiune, apoi au fost intrările masive de capitaluri financiare, care s-au menținut la nivel ridicat și care au supraapreciat moneda națională. Fondurile speculative au creat o importantă presiune pe cererea de valută ducând cursul la valori de neînchipuit la începutul anului. Din această cauză, corecția de apreciere poate fi considerată ca binevenită.

Deprecierea monedei naționale a fost provocată de factori externi, precum conjunctura internațională - retragerile de lichidități din economiile emergente (inclusiv din România), în contextul turbulențelor masive de pe piețele internaționale de credit (deprecierea leului este legată desigur, de efectul depreciierilor din toată zona) - ca și de factori interni: creșterea puternică a deficitelor externe și finanțarea pe datorie, în creștere (peste 60% din deficitul de cont curent, în 2007).

Astfel, dacă în anul 2006 deficitul de cont curent a fost finanțat de investiții străine directe în proporție de 80%, în anul 2007, finanțarea deficitelor externe a devenit tot mai precară, și anume sub 40% din deficitul de cont curent a fost finanțat din investiții străine directe restul însemnând îndatorare în special a sectorului privat.

În circumstanțele în care finanțarea deficitelor externe n-a avut o structură adecvată, creșterea economică a fost rapidă, dar împinsă și în acest an de consum, de cererea internă.

Creșterea foarte mare a deficitului de cont curent a făcut ca și România, alături de Bulgaria și țările baltice, să devină vulnerabilă la șocurile externe. Acest lucru s-a văzut când, în septembrie 2007, moneda națională s-a depreciat mai mult decât alte monede din Europa Centrală.

Așadar, în contextul evoluțiilor monetare regionale, evoluțiile cursului leului pot fi considerate firești.

Având în vedere că în relația leu-euro moneda națională a avut, față de celelalte monede (zlotul, coroana cehă, coroana slovacă, moneda ungară), cea mai lungă și mai puternică apreciere în anul 2007, atunci și deprecierea a fost una puternică.

După corecțiile din anul 2007, judecând după fundamentele economice, cursul leu-euro a fost supraapreciat. Din această cauză, până în februarie 2008, leul a suferit altă corecție, astfel încât după aprecierea multor specialiști ajunsese la un nivel compatibil cu fundamentele economice.

În prima parte a anului 2008 monedele din statele emergente europene, precum: Polonia, Ungaria, Cehia, atinseseră cotații record față de euro. Principalul factor care a alimentat aprecierea cotațiilor îl găsim în rezultatul intervențiilor agresive ale băncilor centrale pentru combaterea inflației, și anume, majorarea dobânzilor.

Aprecierea cotațiilor acestor monede a afectat exporturile acestor țări. Dar, pe de altă parte, monedele puternice au contribuit la temperarea inflației.

Considerăm că până la adoptarea euro pe piață se pot produce numeroase fenomene care vor aprecia sau deprecia aceste monede, însă rezultatul final va fi aprecierea acestora.

Spre deosebire de aceste monede, în prima jumătate a anului 2008, leul era rămas în urmă, însă și el în creștere. În acest an, aprecierile temporare ale leului au fost urmate, cel mai adesea, de depreciere.



Atât factori interni, cât și factori externi au influențat evoluția monedei naționale, în ambele sensuri (apreciere și depreciere). Astfel, amintim:

- deficitul uriaș de cont curent și inflația mare, care au slăbit încrederea străinilor într-o evoluție favorabilă a economiei pe termen mediu, provocând ieșiri de lei. Apreciem totodată, că în viitor deficitul de cont curent și deficitul bugetar, se pot concretiza în reducerea ratingului de țară cu impact major asupra monedei naționale;
- creșterea puternică a economiei, alimentată, îndeosebi, de consum (consumul a rămas în cea mai mare măsură acoperit din importuri, oferta internă nefiind suficient de mare pentru a satisface cererea);
- evoluția crizei financiare internaționale. Prolungirea efectelor acestei crize determină, în viitor, ca și circumspecția față de plasamentele în economia românească (ca de altfel și în celelalte economii emergente) să se păstreze. Totodată, lipsa de lichidități de pe plan internațional determină și companiile străine ce activează în România să decidă repatrierea profiturilor (ieșirile masive de valută determină deprecierea leului);
- creșterea prețului la energie și petrol;
- creșterea inflației în zona euro dar, și în SUA;
- măsurile administrative de limitare a creditului (în special creditul în valută). Pe termen scurt, aceste măsuri au redus oferta de valută de pe piață, iar pe termen lung vor determina întărirea monedei naționale, în special prin efectele benefice generate asupra cererii agregate și a dezechilibrului extern;
- majorările succesive de dobândă de politică monetară (astfel de majorări fac din leu o monedă atractivă pentru investitori).

### **Concluzii**

În lumina celor prezentate se pot desprinde unele concluzii:

- Până la intrarea în ERM2 politica de curs de schimb va fi tratată în conformitate cu Tratatul de la Maastricht ca o politică de interes comun a României și statelor membre;
- BNR trebuie să continue procesul de dezinflație fără a forța convergența nominală;

- Momentul aderării României la ERM2 trebuie ales foarte bine, având în vedere că rata de schimb este stabilită în mod irevocabil, Tratatul de la Maastricht neprevăzând proceduri de ieșire din UEM;
- Pentru ca aderarea la UEM să fie un succes trebuie realizată și o pregătire instituțională, tehnică și logistică foarte minuțioasă;
- Managementul dificultăților integrării în structurile europene, rezolvarea problemelor structurale ale economiei și ale societății românești constituie provocări și îndrumări la acțiune concretă;
- Cursul de schimb nu poate rezolva problematica complexă a economiei românești. O depreciere accelerată a monedei naționale combinată cu o politică salarială necorelată cu productivitatea muncii poate conduce la o inflație ce nu mai poate fi controlată și la desființarea dezechilibrelor macroeconomice;
- Până la intrarea în ERM2, BNR va menține politica de curs de schimb subordonată obiectivelor de inflație;
- De asemenea, până la intrarea în ERM2 se identifică următoarele coordonate: accentuarea flexibilității cursului și coexistența tendinței de apreciere în termeni reali, cu variabilitatea pe termen scurt a cotațiilor. Flexibilitatea ratei de schimb va întări capacitatea BNR de a asigura stabilitatea prețurilor interne prin creșterea eficacității politicii monetare. Aceasta, la rândul ei, ar putea fi ajutată de un control al intrării capitalurilor speculative. În anul 2007, BNR a permis flotarea foarte amplă a cursului leului pentru a preveni și a descuraja atacurile speculative. Există anumite niveluri de apreciere/depreciere dincolo de care este amenințată stabilitatea financiară sau cea macroeconomică;
- Intervențiile BNR pe piața valutară vor fi limitate, acestea fiind făcute doar în situații extreme;
- O serie de modele<sup>1</sup> duc la o serie de concluzii printre care și aceea că, cursul de schimb este determinat de soldul contului curent, de poziția externă a unei economii și de relația dintre cele două;

---

<sup>1</sup> A se vedea, Burda și Wyplosz, 2001

- În vederea adoptării euro, evoluția cursului de schimb va reprezenta pentru BNR o importantă preocupare, deși, obiectivul de bază este urmărirea stabilității prețurilor. În intervențiile sale pe piață, pentru a stopa o depreciere brutală a leului, spre exemplu, BNR a avut în vedere faptul că economia românească este de mică dimensiune, cu un cont de capital deschis și cu prețuri interne sensibile la prețurile de import. Apreciem că și în viitor BNR se va preocupa de politica de curs valutar și va începe să-l țină într-un interval considerat corespunzător.

#### **Bibliografie**

1. BNR- Raport anual, colecția 2005-2007
2. BNR- Buletin trimestrial, colecția 2005-2007
3. Capital, colecția anilor 2005-2008
4. Piața financiară, colecția anilor 2005-2008
5. Burda și Wyplosz, 2001